



程实：全球经济六重 “兔”变



意见领袖 | 程实（工银国际首席经济学家）

“乌飞飞，兔蹶蹶，朝来暮去驱时节。” 2023 兔年的到来，就像 2022 虎年的结束一样，既让人翘首以盼，又让人猝不及防。回首虎虎生威的 2022 年，全球经济深陷滞胀，金融市场满目疮痍，个中辛酸，一言难尽；展望兔行迷踪的 2023 年，经济世界前途未卜，金融运行迷雾重重，狡兔三窟，扑朔迷离。在我看来，相比一眼望尽的人生，尘埃未定的未来才更充满魅力。变化意味着新生，变化孕育着活力，正是遍布于未来的六重“兔”变，让我们在审慎之余，对 2023 年保有更大、更殷切的期许。



第一重是否极泰来的运势之变。毫无疑问，人类经济世界的底色正在发生系统性的改变，百年一遇的公共卫生危机逐渐变成淡去的历史。大疫

三年，全球经济的运行轨迹已经出现重大偏离，四十年量级的供给冲击既引致了难以应对的滞胀格局，也造成了全要素生产率的隐形损失。经济疤痕不会迅速消失，但经济新生不会因此放慢脚步。2023 年，世界真正意义上重回正轨，要素流动逐步加快，产业链、供应链和价值链破而后立，全球化则迎来黎明前的最后一段黑暗。一切都在朝着利空出尽、利好渐增的方向悄然进化，全球经济的运势从负面逐步转向正面。正因为如此，即便还要经历转折期的一系列挑战，但全球经济的退二进三和裹挟向前值得我们满心期待和全情参与。

第二重是由胀到滞的重心之变。基调已变，底色已变，但全球经济由乱及治、由弱转强显然需要一个循序渐进的过程。2023 年，全球经济还处于从失序转向有序的初期阶段，经济运行整体还将呈现惯性的滞胀状态。不过，时移世易，同样是滞胀，2023 年和 2022 年又有本质的不同。2022 年的滞胀是积毒已深的必然结果，2023 年的滞胀则是余毒出清的伴生现象。2022 年滞胀上半场，滞胀的重心在胀，全球货币政策急速紧缩，风险偏好全面下降，经济运行加速走向负面极值；2023 年滞胀下半场，滞胀的重心在滞，所有政策关切可以不再畏首畏尾，经济增长回归常态成为宏微观统一的努力方向，全球经济将挺过治愈前的最后一段虚弱时光。

第三重是由紧到松的政策之变。滞胀重心的变化自然将带来政策方向的变化。2023 年，全球通胀虽然依旧是一个令人头疼的问题，但不再像 2022 年那样是一个可能引致市场经济价格机制溃败和货币体系本币替代

的致命问题。正因为如此，欧美货币政策急速紧缩也将迎来重要转折点。以谋求美国实际利率转正为判断标准，市场基准预期美联储将于 2023 年第三次（5 月）或第四次议息会议（6 月）上完成最后一次加息，并将这个高点政策利率维持到年底，而美联储下一轮降息的起点，预期则在 2024 年上半年。欧美政策路径的兔年演绎似乎清晰可见，但值得强调的是，非常时期往往都有非常之策，货币政策“动态不一致”是取得更优效果的惯用手段。正如 2022 年初没有人能预料到全年实际 425 个基点的超速加息一样，2023 年这个非常规之年，美联储的相机抉择也依旧存在超预期的可能，这恰是不能片刻将研究目光移开的原因所在。

第四重是强弩及末的美元之变。美联储不仅是美国的央行，某种意义上也是全球货币政策和汇率强弱的风向标。2022 年的强势加息造就了历史罕见的强势美元，非美货币则由此进入了一段泥沙俱下的被动贬值阶段，包括欧元、日元和英镑在内的诸多主流货币，都遭受了史诗级走势的挑战，新兴市场国家更是受到极大的“外溢性”影响。2023 年，斗转星移，经济金融条件出现重大转折，强极则辱、情深不寿的周期性变化也将体现于汇率市场。强势美元难以延续，非美货币，特别是新兴市场货币将由此迎来

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51597

